



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a

Hernán Jiménez Aguayo

Tel. (56) 22433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

## **Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A.**

**Septiembre 2015**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos	AA
Tendencia	Estable
Estados Financieros	30 de junio de 2015

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bono Serie A1 (BACEN-A1)	Nº 359 de 11.11.03
Bono Serie A2 (BACEN-A2)	Nº 359 de 11.11.03

Características Bonos Colocados en Chile (junio 2015)						
Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF)	Plazo (Años)
359	A1	13.000.000	5,30%	Semestral	12.350.000	23
	A2	500	5,30%	Semestral	475	23

Estados de resultados individual, IFRS					
M\$	2011	2012	2013	2014	Jun-15
Ingresos de actividades ordinarias	92.337.349	106.171.079	118.413.422	135.051.865	77.652.352
Otros gastos por naturaleza	-21.635.832	-27.489.137	-29.459.877	-46.283.503	-21.910.927
Gasto por beneficios a empleados	-4.371.463	-5.055.324	-5.833.354	-5.917.484	-3.309.149
Costos financieros	-31.875.795	-32.761.263	-33.447.703	-36.042.823	-18.446.121
<b>Ganancia</b>	<b>10.774.154</b>	<b>18.705.802</b>	<b>27.662.077</b>	<b>16.905.678</b>	<b>19.217.597</b>

Estado de situación financiera individual IFRS					
M\$	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Jun-15
Activos corrientes	56.823.083	65.376.453	92.895.871	110.435.836	188.721.702
Activos no corrientes	455.850.361	484.450.321	478.120.850	470.049.328	464.787.475
<b>Total activos</b>	<b>512.673.444</b>	<b>549.826.774</b>	<b>571.016.721</b>	<b>580.485.164</b>	<b>653.509.177</b>
Pasivos corrientes	10.603.316	16.878.885	24.552.339	20.893.064	21.793.991
Pasivos no corrientes	432.401.781	441.651.507	448.126.999	459.166.055	519.329.420
Patrimonio	69.668.347	91.296.382	98.337.383	100.426.045	112.385.766
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>512.673.444</b>	<b>549.826.774</b>	<b>571.016.721</b>	<b>580.485.164</b>	<b>653.509.177</b>

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A. (Autopista Central)** es una sociedad anónima cerrada cuyo objeto es la construcción, mantención, explotación y operación de la Concesión Internacional Sistema Norte - Sur, otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP), que incluye las Avenidas Norte Sur y General Velásquez, las que totalizan 60,13 km de carreteras (39,47 km para la ruta 5 y 20,66 km. para General Velásquez).

En general, las fortalezas de **Autopista Central** se sustentan en las características propias de la concesión y de la estructura financiera de los bonos. En efecto, las proyecciones efectuadas por **Humphreys**, las cuales son confeccionados a partir de los estudios de tráfico realizados por entidades especializadas y corregidos por el comportamiento real exhibido por la concesionaria, muestra que los flujos esperados para el emisor son más que suficientes para cumplir oportunamente con las obligaciones derivadas de la emisión de bonos, los cuales se expresan en los indicadores de cobertura de la deuda, incluso bajo un escenario que implique menores excedentes que los previstos.

También se debe considerar que los términos de la estructura financiera de la empresa implican mantener elevados niveles de liquidez. Es así como a junio de 2015 la sociedad concesionaria disponía de recursos líquidos por cerca de \$ 121.255 millones, lo que equivale a aproximadamente 24,0% de la deuda financiera<sup>1</sup> de la compañía a junio de 2015. Al deducir del cálculo de la deuda financiera anterior los derivados, el indicador es de 25,4%.

La clasificación de riesgo de los bonos incorpora el hecho de que el flujo vehicular de la autopista ha sido consistente, creciente y que el tráfico muestra un historial de larga data dentro de la misma autopista. Asimismo, se reconoce que el uso de la carretera se ve beneficiado por servir de conexión para los centros de negocios ubicados al norte y sur de la ciudad y, además, por aprovechar el incremento natural del flujo provocado por el crecimiento urbano y del parque automotriz.

Adicionalmente, el tráfico de la autopista se ve favorecido por ser parte de la Ruta 5, la que conecta el norte y el sur del país, por lo que la posibilidad de una interrupción prolongada se estima de muy baja probabilidad, producto de la importancia geopolítica de la vía.

La categoría de riesgo asignada también considera el alto nivel tecnológico del cobro de peajes utilizado por la sociedad concesionaria, implementados en otras autopistas. Esto ha mejorado la cantidad de clientes al día con sus pagos debidos a los requisitos que se les impone a los clientes que quieran utilizar este servicio. Además, la existencia de un marco regulador sustentado en una estructura legal transparente, tanto en

<sup>1</sup> Considera las cuentas Otros pasivos financieros, corrientes y no corrientes.

relación con el cobro de peajes como respecto de la concesión de obra pública propiamente tal, ayuda a esta clasificación.

La perspectiva de la clasificación se considera “*Estable*” por cuanto no se visualizan en el corto plazo factores que puedan hacer variar de manera significativa la capacidad de pago de la compañía.

## Definición de categoría de riesgo

### Categoría AA

Instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

## Hechos recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante los seis primeros meses de 2015 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 77.652 millones, lo que representa un 19,6% más en relación con los ingresos del mismo periodo del año anterior. Por otro lado, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 21.911 millones, lo que significó un aumento de 42,9% respecto a junio de 2014. Por su parte, los gastos por beneficios a empleados registraron los \$ 3.309 millones, implicando un 10,1% respecto al primer semestre de 2014.

Los costos financieros alcanzaron los \$ 18.446 millones durante el primer semestre de 2015, lo que significa un aumento de 3,8% en comparación a junio de 2014.

El resultado neto ascendió a \$ 19.272 millones, implicando un incremento de 51,8% con respecto a al mismo periodo de 2014, influido principalmente por el incremento en ingresos por tráfico de infractores, mientras que los gastos comerciales se vieron afectados por la misma razón, pero en menos magnitud.

A junio de 2015 la sociedad concesionaria poseía activos por \$ 653.509 millones, los que son financiados con \$ 541.123 millones de pasivos exigibles y \$ 112.386 millones de patrimonio.

## Antecedentes generales

### Características de la concesión

La concesión vial denominada **Autopista Central** (bajo el nombre de contrato “Sistema Norte-Sur”) tiene una longitud de 60,13 kilómetros y comprende dos ejes viales emplazados en la Región Metropolitana: eje Norte - Sur, sector Río Maipo - Américo Vespucio Norte (39,47 km) y eje General Velásquez, sector Las

Acacias - Ruta 5 Norte (20,66 km). En la Tabla 1 se especifican los ejes viales, los tramos del proyecto, y la longitud de cada tramo.

El plazo de la concesión es por un período de 360 meses (30 años) contado desde la fecha de la firma del convenio entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el año 2031.

La autopista concesionada comenzó su etapa de construcción el 3 de julio de 2001. En mayo de 2006 se entregaron los últimos tramos (F1, F2 y G) y se iniciaron los cobros respectivos. Con lo anterior, la autopista se encuentra completamente operativa.

## Patrocinadores

**Autopista Central** es controlada por Abertis a través de Abertis Autopistas Chile S.A. (antes Inversiones Nosedal S.A.), a quien con fecha 1 de junio de 2015 se le transfirieron las 14.500.000 acciones de la sociedad Inversora de Infraestructuras S.L., y por Central Korbana Chile S.A., sociedad controlada por AIMCo, un fondo de pensiones de la provincia de Alberta.

Abertis es un grupo internacional que desarrolla actividades en el ámbito de infraestructuras en autopistas, telecomunicaciones, aeropuertos, estacionamientos y parques logísticos y está presente en 14 países de tres continentes.

Tabla 1: Longitud por tramo de la concesión

Eje Vial	Tramo	Longitud (Km)	Longitud Total
Norte - Sur	Tramo 1 (A) : Río Maipo - Las Acacias	14,75	39,47
	Tramo 2 (B1): Las Acacias - Carlos Valdovinos	10,88	
	Tramo 3 (B2): Carlos Valdovinos - Río Mapocho	5,30	
	Tramo 4 (C1): Río Mapocho - Domingo Sta. María	4,09	
	Tramo 5 (C2): Domingo Sta. María - Av. A. Vespucio Norte	4,45	
General Velásquez	Tramo 6 (D) : Ruta 5 Sur - Carlos Valdovinos	8,90	20,66
	Tramo 7 (F1): Carlos Valdovinos - Alameda	2,77	
	Tramo 9 (F2): Av. Ecuador - Río Mapocho	4,06	
	Tramo 10 (E) : Río Mapocho - Ruta 5 Norte	4,93	

AIMCo es un fondo de inversión institucional canadiense que invierte globalmente en representación de sus clientes, siendo estos varios fondos de pensiones, fondos de dotación y fondos gubernamentales de la provincia de Alberta.

La Tabla 2 presenta la distribución de la propiedad a junio de 2015.

Tabla 2: Accionistas de Autopista Central

Accionistas	Propiedad
Central Korbana Chile S.A.	50%
Abertis Autopistas Chile S.A.	50%

## Modificación de obras y convenios

### Convenio Complementario 1

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 558 de 30 de mayo de 2003 en donde el MOP planteó un conjunto de modificaciones a las obras y servicios del proyecto originalmente contratado, las que incluyeron modificaciones y mejoramientos de enlaces y atraviesos, modificación de pasarelas, colectores para el saneamiento de aguas lluvias, entre otros.

### Convenio Complementario 2

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 104 de 16 de febrero de 2004, corresponde a un cambio de fecha para modificar el plazo para optar a un mecanismo de cobertura cambiaria definido en las Bases de Licitación.

### Convenio Complementario 3

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 284 de 29 de abril de 2005, corresponde a compensaciones por la postergación del inicio de cobro de peajes en algunos tramos de la concesión y por la aceleración de las obras en otros tramos con tal de disponer de las vías expresas en el menor plazo posible.

### Convenio Complementario 4

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 213 de 26 de marzo de 2007, corresponde a la aceleración de las obras a tramos del eje General Velásquez en el menor plazo posible además de modificaciones solicitadas por el MOP.

### Convenio Ad-Referéndum 1

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 239 de 01 de agosto de 2013 y considera la incorporación de la ejecución, conservación y mantenimiento de las obras de la salida a Ruta 5 Sur en Enlace Vivaceta y las obras de la conexión de Avenida General Velásquez con Costanera Norte.

### Convenio Ad-Referéndum 2

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 3.341 de 14 de agosto de 2013 donde la concesionaria deberá elaborar la obra "PID Nudo Quilicura" y ejecutar las "Obras Nuevo Puente Maipo y sus Accesos" y "Nuevo Pórtico PA1 y SGT".

## Análisis financiero

### Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

Las proyecciones de EBITDA<sup>2</sup> efectuadas en relación con los flujos de la concesionaria son de exclusiva elaboración y responsabilidad de **Humphreys**, por lo tanto, bajo ningún contexto, comprometen o representan la opinión de terceros ajenos a las administraciones de la clasificadora. Para la confección de los flujos futuros, **Humphreys** tomó en consideración los estudios de tráfico existentes inicialmente (previo al inicio de las operaciones de la autopista concesionada) y los ajustó, de acuerdo con su propio criterio, sobre la base del desempeño real exhibido en los años que lleva de operación. Además se han considerado los nuevos estudios de tráfico realizados para la concesionaria, los que ya consideran los flujos con los años de funcionamiento que posee la autopista urbana. La proyección de los flujos futuros junto con los montos de pago de la deuda se muestra en la Ilustración 1.

### Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado como la relación entre el valor presente del EBITDA proyectado para el período de vigencia de los bonos, descontado a la tasa de interés de los mismos, y el valor de la deuda financiera de la concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, previo ajuste por el pago de impuestos, entonces se presume que la compañía no debiera presentar problemas para dar cumplimiento al pago de sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos).

En el caso de **Autopista Central**, como se puede observar en la Ilustración 2, de acuerdo a las proyecciones efectuadas se estima que el índice se mantiene sobre dos en todo el periodo proyectado, lo que significa que el valor actual del EBITDA más que duplica el valor de la deuda financiera.

<sup>2</sup> Definido como Ganancia (Pérdida) antes de Intereses, diferencia de cambio, otras unidades de reajuste, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Para los primeros años se estima un crecimiento en los ingresos con cifras menores a los dos dígitos y se mantiene la estructura de costos y gastos en relación a su ingreso que presenta actualmente la empresa. Cifras en U.F.

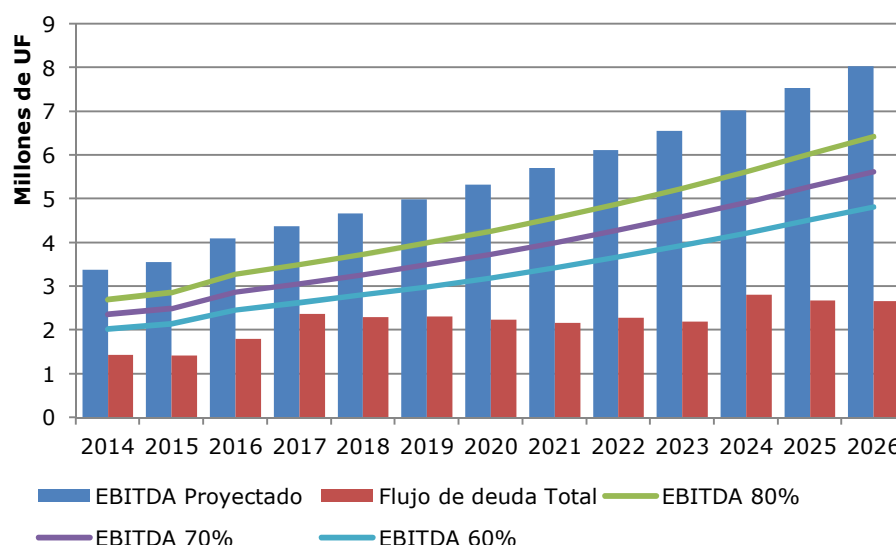


Ilustración 1: EBITDA y servicio de la deuda

Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda (RCSD) muestra para cada período cuán holgado es el EBITDA proyectado para la sociedad en relación con el pago de los pasivos. En particular para **Autopista Central** este indicador muestra que no debería presentar problemas (con las proyecciones actuales) al momento del servicio de la deuda, puesto que cuenta con una cobertura elevada para el cumplimiento de sus obligaciones, superior a sus pares. El indicador actual y su proyección se muestran en la Ilustración 3.

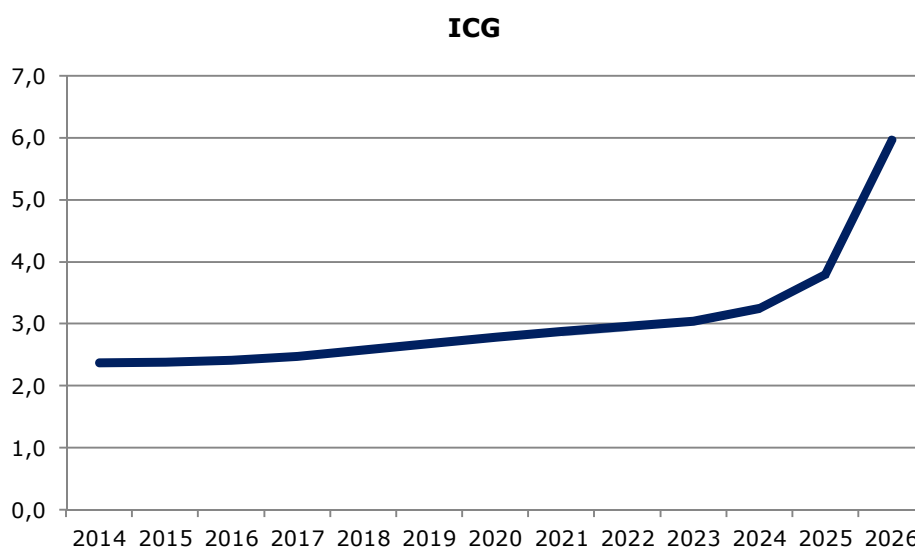


Ilustración 2: Índice de cobertura global de la deuda



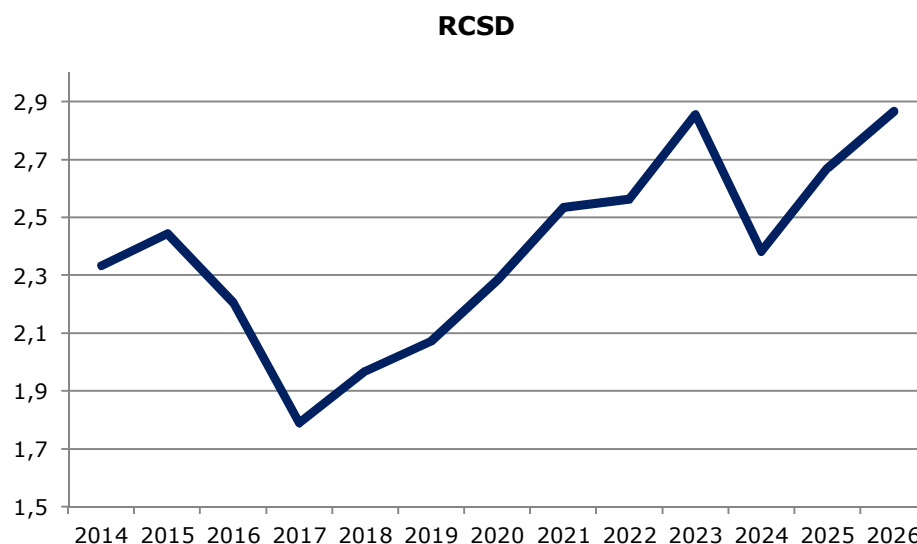
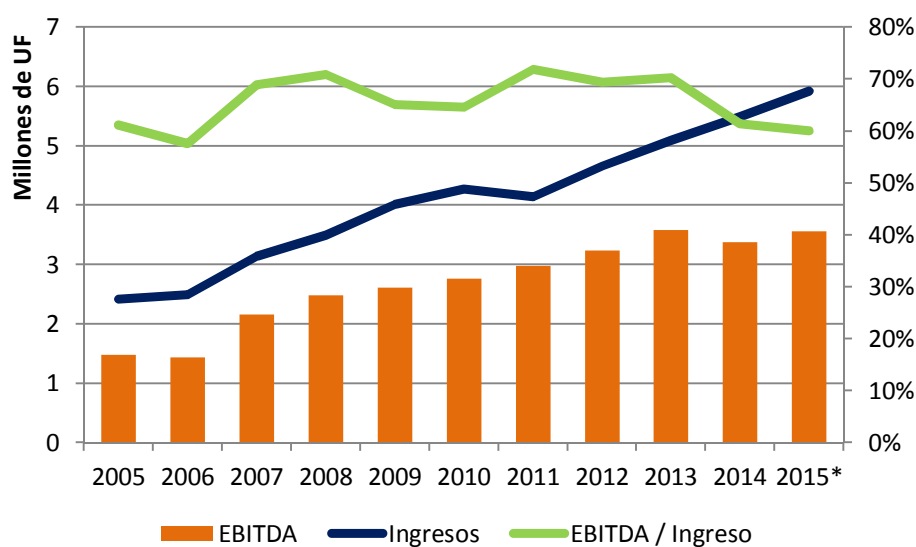


Ilustración 3: Razón de cobertura de servicio de deuda

## EBITDA

El EBITDA calculado por **Humphreys** muestra un crecimiento continuo hasta el 2013, el cual se reduce levemente para el 2014, manteniendo el crecimiento visto en los ingresos. Esta reducción responde a un aumento en los deudores incobrables de clientes infractores y reincidentes, lo que aumenta la provisión de la concesionaria. Lo anterior deja a la **Autopista Central** con un margen EBITDA de 60% para junio de 2015 (últimos doce meses). Lo anterior se puede apreciar en la Ilustración 4.



\* Últimos doce meses

Ilustración 4: EBITDA vs ingresos

## Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha mostrado una tendencia a la baja, pasando desde niveles cercanos a 12 veces el año 2009 hasta un poco más de 5 veces en 2012. Continuando la tendencia a la baja, a junio de 2015 llegó a 4,8 veces, como se puede apreciar en la Ilustración 5.

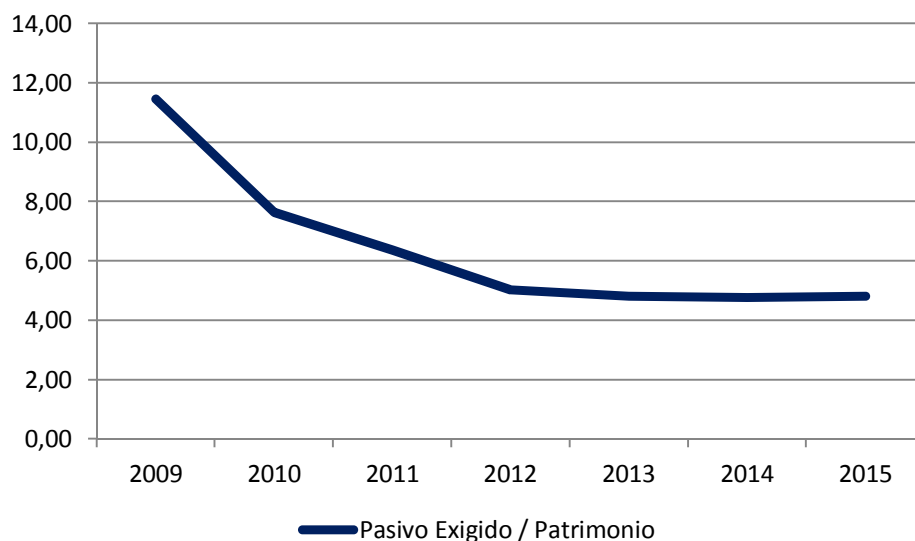


Ilustración 5: Razón de endeudamiento

## Liquidez

La liquidez de **Autopista Central**, medido como activo corriente sobre pasivo corriente, muestra un incremento en el tiempo, pero con algunas contracciones puntuales durante el 2012 y 2013. Sin embargo, éste indicador siempre se ha mantenido sobre la unidad debido a las distintas reservas que debe mantener de forma líquida para hacer frente a mantenciones o pagos de cupón. Al cierre de 2014 alcanzó las 5,3 veces mientras que para junio de 2015 registraba 8,7 veces. La Ilustración 6 presenta el comportamiento de este indicador.

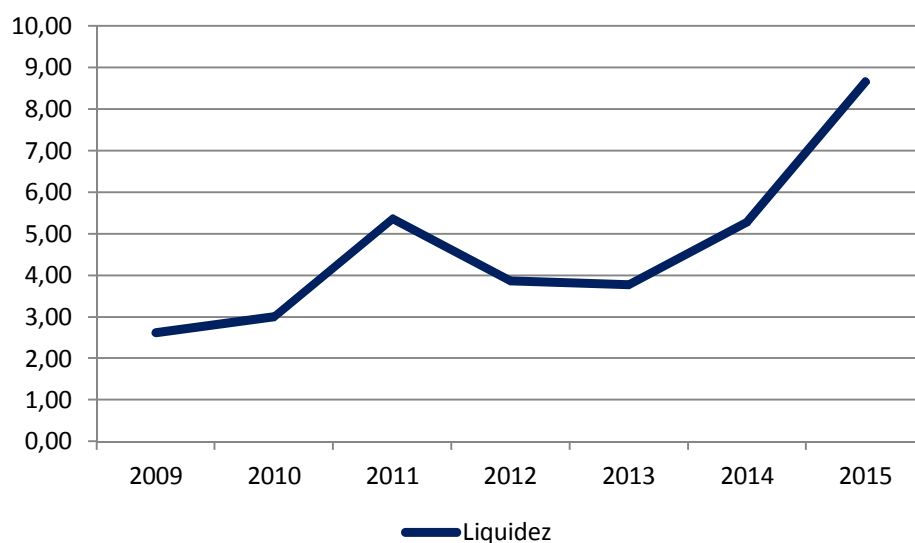


Ilustración 6: Razón de liquidez autopista

*"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*